

תיבה 2: הנדל"ן המניב בישראל

- המערכת הפיננסית בישראל חשופה לענף הנדל"ן המניב יותר מאשר לכל ענף אחר במשק. להערכתנו היקף האשראי שניתן בישראל לענף עומד על 140 מיליארד ש"ח, והם מהווים כ-16% מהאשראי למגזר העסקי. כ-100 מיליארד ש"ח מתוכם ניתנו לחברות הציבוריות שאת יציבותן הפיננסית אנו מנתחים, ורוב הסכום הזה ניטל כאג"ח תאגידיות נסחרות (אלה מהוות 35% מהאג"ח התאגידיות בארץ, ללא בנקים וביטוח).
- שטחיהם של הנכסים המניבים (במונחי מ"ר) גדלו בין 2009 ל-2017 בכ-3% לשנה בממוצע, והגידול התרכז בנכסים למשרדים ולמסחר. בד בבד עלה משמעותית השווי ההוגן של הנדל"ן המניב, אך עלייה זו מתונה מעלית השווי של הנדל"ן למגורים. שטחי המסחר תופסים נתח משמעותי מהשווי ההוגן של סך הנכסים המניבים, גם בהשוואה בין-לאומית.
- רווחיות החברות הציבוריות בענף הנדל"ן המניב נובעת במידה רבה מרווחי שיעור – הממוצע השנתי בין 2010 ל-2017 עומד על כ-46% מהרווח לפני מס שהשיגו כלל החברות.
- בין 2009 ל-2017 שיפרו חברות הנדל"ן המניב את הפרופיל הפיננסי. משנת 2011 לא חל שינוי משמעותי בהיקף החוב הפיננסי, אף על פי שהשערוכים המצטברים גדלו במשך הזמן.
- בין 2009 ל-2017 נמחקו חברות נדל"ן מניב שהפרופיל הפיננסי שלהן טוב פחות מפרופיל החברות שנותרו סחירות בבורסה. מתוך 19 החברות שנמחקו, 10 נמחקו עקב הסדר חוב.
- בין 2009 ל-2017 ירדה משמעותית ההשקעה בנכסים מניבים בחו"ל אך פיזור הגאוגרפי עלה. את הירידה המשמעותית בהחזקות במדינות מפותחות קיזזה חלקית הגדלת ההחזקות באזורים מפותחים פחות.
- היות שהמערכת הפיננסית חשופה לנדל"ן המניב, והיות שהענף נטל חלק משמעותי במשברים פיננסיים שונים, יש לנטר אותו. אך מאחר שבישראל קיים מחסור בנתונים (כגון מחירי הנכסים, שיעורי התפוסה ודמי השכירות למ"ר), ניתן לנתח את המגמות בו רק בדיעבד ועל יסוד הדוחות הכספיים. הדבר מקשה על הניסיון לזהות מבעוד מועד אם מתפתח סיכון מערכתי.

1. מבוא

השיח הציבורי על הנדל"ן בארץ מתמקד בשנים האחרונות בעלויות במחירי הנדל"ן למגורים, שכן יש להן חשיבות רבה הן מבחינת הסיכונים היציבותיים והן מבחינת הרווחה החברתית. לעומת זאת, הדיון בנדל"ן שאינו למגורים נדחק מעט לשוליים, אף שהסיכונים הטמונים בענף זה גדולים וגם כן נושאים חשיבות. עליות מתמשכות במחירי הנדל"ן המניב, לצד רישום רווחי שיעור, עשויים ליצור למשק סיכונים יציבות חדשים.

בסקירה זו נציג תחילה את הסיכונים הטמונים בענף הנדל"ן המניב ואת המוטיבציה לניתוח. בסעיף 2 נתאר את הנתונים ואת שיטת הניתוח. בסעיף 3 נציג את תחום הנדל"ן המניב בישראל בנקודת הזמן הנוכחית (סוף 2017), וזאת לפי פילוחים שונים, בהשוואה בין-לאומית ובהשוואה לנקודת זמן מוקדמת יותר (סוף 2009); בסעיף 4 נדון בשינויים שחלו ביציבות הפיננסית של חברות הנדל"ן המניב בארץ במשך הזמן; לסיכום נתייחס להצעות לגבי צעדים מקרו-יציבותיים שיש לנקוט בענף הנדל"ן המניב, ונדון בצורך להחיל צעדים דומים בישראל.

מגזר הנדל"ן המניב בישראל מתואר באיור שבנספח א', והוא כולל בעיקר נכסים למשרדים, למסחר ולתעשייה. במדינות רבות מגזר זה כולל גם נכסים למלונאות ולמגורים (כולל מקבצי דיור, דיור מוגן ובתי הורים), אולם בארץ הוא התרחב רק לאחרונה לחלק מנכסים אלה – בעיקר לדיור המוגן ובמידה זניחה גם למגורי דיירים. פעילות הענף מתאפיינת בכך שמשקיעים (כמו ישויות עסקיות, קרנות ריט¹ וגופים מוסדיים) לרוב קונים את הנכסים במטרה להשכירם לישויות עסקיות אחרות.

¹ REIT – Real Estate Investment Trust

1.1. חשיפות המערכת הפיננסית לענף הנדל"ן המניב

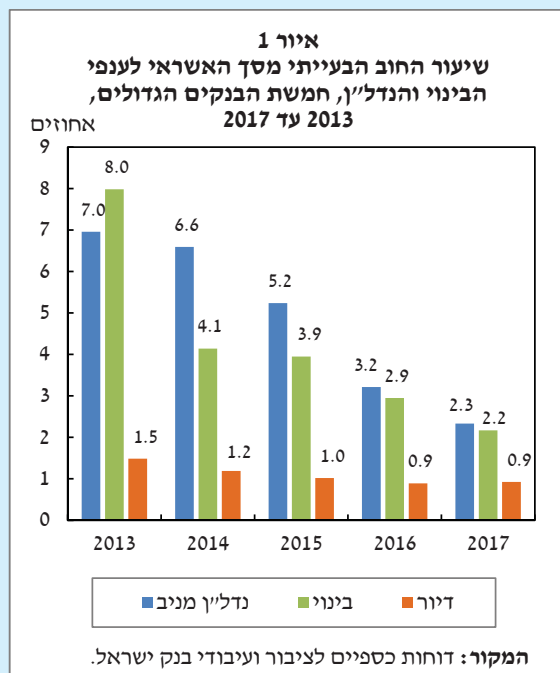
המערכת הפיננסית בישראל חשופה לענף הנדל"ן המניב יותר מאשר לכל ענף אחר במשק:

- להערכתנו האשראי שניתן בישראל לענף מגיע ל-140 מיליארד ש"ח – כ-10% מהאשראי במשק וכ-16% מהאשראי למגזר העסקי. כ-100 מיליארד מתוכם ניתנו לחברות הציבוריות שאת יציבותן הפיננסית אנו מנתחים בסעיף 4, ורוב הסכום הזה (כ-74 מיליארד) ניטל כאג"ח תאגידיות נסחרות (אלה מהוות 35% מהאג"ח התאגידיות בארץ, ללא בנקים וביטוח).
- לחברות הציבוריות בענף נתח גדול בשווי השוק – 16% מסך השווי של התאגידים הנסחרים במשק (ללא בנקים וביטוח).
- חמשת הבנקים הגדולים מעמידים לענף הפעילות בנדל"ן (בעיקר נכסים מניבים) אשראי שהיקפו 59 מיליארד ש"ח, ואלה מהווים 14% מהאשראי המאזני למגזר העסקי ו-6.6% מפעילות הבנקים בישראל.
- החברות הציבוריות הפועלות בענף מחזיקות כ-65% מסך הנכסים המניבים במשק (מבוסס על אומדן, ראו נספח ב', [1]).
- להערכתנו הגופים המוסדיים מחזיקים כ-12% מסך הנכסים המניבים במשק (השקעה ישירה בנדל"ן מניב). נוסף לכך הם משקיעים בענף בעקיפין, באמצעות מניות, אג"ח והלוואות ישירות.

1.2 גורמי הסיכון והמוטיבציה לניתוח

כפי שמראה הספרות בעולם², מגזר הנדל"ן המניב מתאפיין בשלושה גורמי סיכון עיקריים: (1) מחזוריותו גורמת לתנודתיות גבוהה במחירי הנכסים; (2) אופי הכנסותיו מגדיל את התלות במחזורי העסקים במשק; (3) הפעילות בענף מתאפיינת במינוף גבוה. שלושת גורמי הסיכון הללו, הן כשלעצמם והן בסינרגיה אחד עם השני, מאיצים את הפרו-מחזוריות של הענף ואת הסיכון שמשבר בו יוביל למשבר במשק כולו.

התנודתיות בענף משפיעה על המערכת הפיננסית גם עקב מאפייני ההלוואות הניתנות לו (Ellis and Naughtin), במיוחד בהשוואה למאפייני ההלוואות הניתנות לענף הנדל"ן למגורים: המשקיעים בנדל"ן מניב לרוב מתאגדים כישות משפטית נפרדת (הפסדם מוגבל לגובה ההון העצמי שהם השקיעו) בשעה שההלוואות לדירור מבנקים בישראל נחשבות ל-full recourse. לכן בנדל"ן המניב יש ללווים תמריץ קטן יותר להימנע מחדלות פירעון. יתרה מכך, ההלוואות לענף הנדל"ן המניב נחשבות למסוכנות יותר, והדבר בא לידי ביטוי בשיעורי החוב הבעייתי מתוך ההלוואות שחמשת הבנקים הגדולים מעמידים לענף הנדל"ן השונים – הפעילות בנדל"ן, הבינוי וההלוואות לדירור (איור 1).



² ראו Ellis and Naughtin (2010), Benford and Burrows (2013), Olszewski (2013), ESRB (December, 2015).

בספרות מדגישים כי אף שהמשבר הפיננסי האחרון החל מבעיה במחירי הנדל"ן למגורים, ענף הנדל"ן המניב נמנה עם הגורמים שנטלו במשבר חלק משמעותי: ברוב המדינות הוא גרם לבנקים ולנותני אשראי שיעור הפסדים גבוה יותר מאשר הנדל"ן למגורים, ואחת העדויות הבולטות לכך נעוצה בעובדה שמחירי הנדל"ן המניב במבחר מדינות ירדו בשנות המשבר יותר ממחירי הנדל"ן למגורים. גם במשברים כלכליים שהתרחשו במדינות סקנדינביה, באירלנד ובבריטניה היווה הנדל"ן המניב גורם משמעותי להאצת המשבר (Olszewski).

קיימת אפוא היתכנות ממשית שמשבר בענף הנדל"ן המניב יתגלגל למאזניהם של הבנקים ונותני האשראי. היות שהמערכת הפיננסית חשופה אליו במידה רבה, ולנוכח הסיכונים שפורטו לעיל, משבר כזה עלול להוביל למשבר פיננסי במשק. זאת ועוד, הספרות הרלוונטית בעולם קושרת גם כן בין ענף הנדל"ן המניב לבין היציבות הפיננסית של המשק. מכאן נובעת המוטיבציה לניתוח הענף בארץ.

2. מקור הנתונים והמתודולוגיה

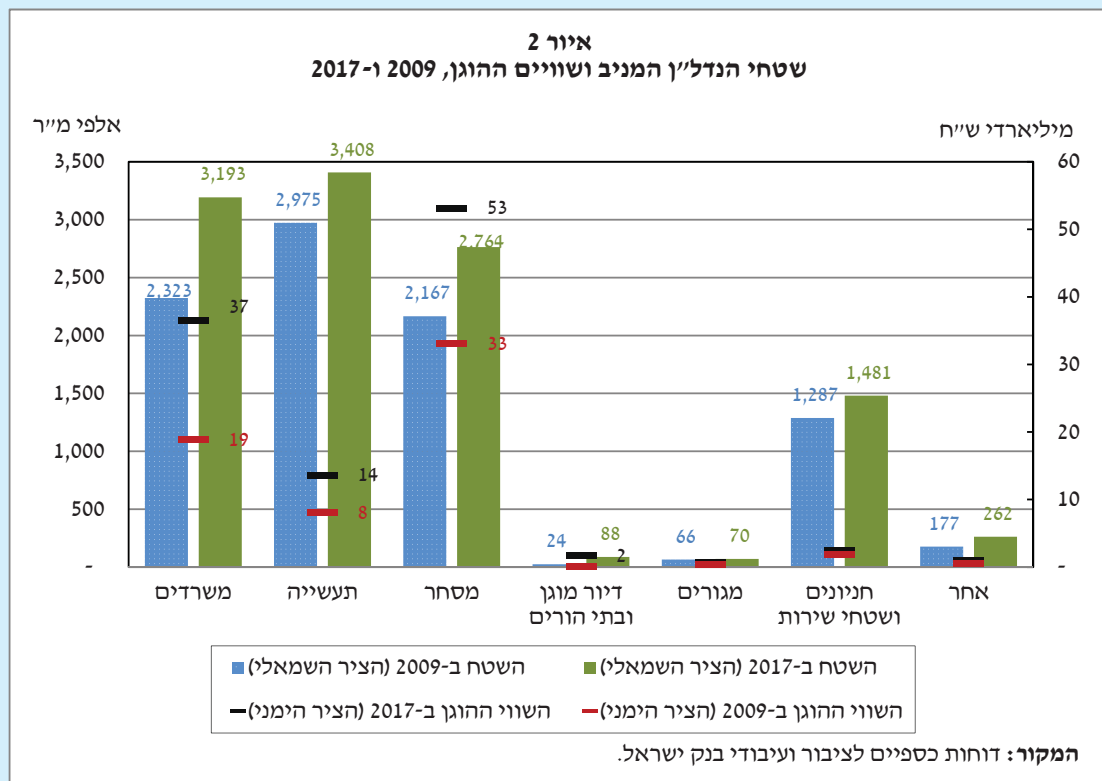
אחד האתגרים הגדולים בחקר הנדל"ן המניב בישראל נובע ממחסור בנתונים רלוונטיים לצורך ניתוח מספק ואיכותי. במקומות רבים בעולם קיים מידע זמין שמשמש לניתוח הענף (מחירי נכסים, שיעורי תפוסה, דמי שכירות למ"ר, שיעורי היוון, ועוד), אך בארץ זמינות הנתונים נמוכה ולעיתים הם אינם נגישים כלל. לכן השתמשנו בעיקר בדוחות הכספיים שמפרסמות החברות הציבוריות ובמידה מסוימת גם בדיווחי הגופים המוסדיים; נוסף לכך השתמשנו בנתון התקופתי שמפרסם השמאי הממשלתי הראשי.

מפאת המחסור במידע עלינו להדגיש כי אף שלהערכתנו החברות הציבוריות והגופים המוסדיים מחזיקים בשיעור גבוה מהנכסים המניבים (כ-75%–80%), הניתוח אינו מכסה את כל הענף בישראל. זאת ועוד, מתחילת התקופה הנבדקת הצטמצם מספר החברות הנסחרות בבורסה, בפרט החברות שעוסקות בנדל"ן המניב, ולכן ההשוואה בין 2009 ל-2017 מתמקדת רק בחברות שדיווחו לבורסה בשתי השנים. נספח ב' מתאר בהרחבה את איסוף הנתונים ואת חישובינו.

3. הנדל"ן המניב בארץ

שטחי הנדל"ן המניב שמחזיקות החברות הציבוריות התרחבו ב-2009–2017 בכ-25% (כ-3% לשנה בממוצע): הם צמחו מ-9,020 אלפי מ"ר בסוף 2009 ל-11,267 אלפי מ"ר בסוף 2017. עיקר הגידול בתקופה שנבחנה נובע מגידול בשטחי המשרדים והמסחר (הוא מגיע לכ-1,467 אלפי מ"ר). גם בשטחי התעשייה חל גידול, אך שיעורו קטן יותר (איור 2). במונחי השווי ההוגן תמונה זו מתחדדת. השווי ההוגן של שטחי הנדל"ן המניב גדל בתקופה הנבחנת בכ-73% (כ-46 מיליארד ש"ח): הוא עלה מ-63 מיליארד ש"ח בסוף 2009 ל-109 מיליארדים בסוף 2017, ובחלק מתתי-הענפים התרחבו הפערים משמעותית (איור 2).

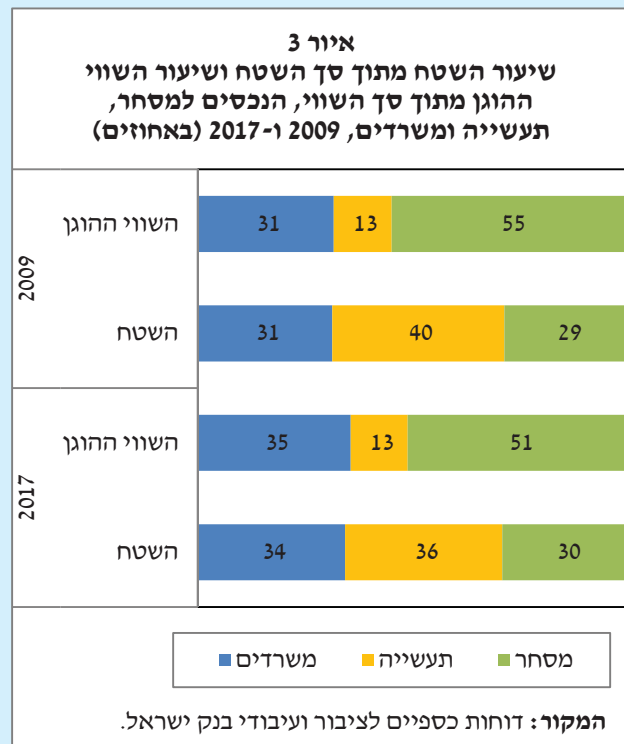
ההסתכלות במונחי השווי ההוגן מבליטה את המידה שבה חברות הנדל"ן המניב והגופים המוסדיים חשופים לענף המסחר. כדי לחדד את המגמה בחנו את שיעור השטח מסך השטח ואת שיעור השווי ההוגן מסך השווי ההוגן רק בשלושת תתי-הענפים העיקריים – תעשייה, מסחר ומשרדים. כפי שמראה איור 3, המסחר תופס את החלק הקטן ביותר במונחי שטח ואת החלק הגדול ביותר במונחי השווי ההוגן (למעלה מ-50%). האיור מחדד מגמה נוספת: השטחים למשרדים ולמסחר גדלו על חשבון השטחים לתעשייה.



3.1. העלייה בשווי הנכסים המניבים

המגמה המעניינת ביותר בתקופה הנבחנת היא העלייה בשווי ההון ובמחירי הנכסים. כדי להעריך אותה חישבנו את השווי ההון (בש"ח) למ"ר של כל אחד מסוגי הנכסים המניבים ב-2009 וב-2017 (ראו נספח ב', [2]), וכך אמדנו את שיעור העלייה במחיריהם במהלך התקופה (לוח 1).

כפי שמראה לוח 1, בראש הדירוג נמצא השווי ההון למ"ר של שטחי המסחר, אך שיעור העלייה בשווי ההון שלהם (27.4%) נמוך יחסית לנתונים המקבילים לגבי שטחי המשרדים והתעשייה (40.4%-46.1%, בהתאמה). ייתכן כי הדבר נובע ממגמות הביקוש וההיצע שנוצרו בהתאם לתמורות בשנים האחרונות: הביקוש לשטחי משרדים ופארקים טכנולוגיים גדל משמעותית לאור התפתחות ענף ההיי טק³; מנגד, הביקוש לשטחי מסחר התמתן, לאחר שנים שבהן הוא גבר, ובמקביל התרחב הביקוש לשטחי לוגיסטיקה ואחסנה (מסווגים תחת "תעשייה") בשל המהפכה



³ ראו סקירות ענפיות שחברת הדירוג "מעלות" מפרסמת על הנדל"ן המניב בישראל (מאי 2017 ויולי 2018).

לוח 1

השווי ההוגן למ"ר, 2009 ו-2017

שיעור השינוי (באחוזים)	השווי ההוגן (בש"ח) למ"ר		
	2017	2009	
40.4	11,296	8,044	משרדים
46.1	3,977	2,722	תעשייה
27.4	18,574	14,578	מסחר
23.4	13,659	11,072	דיוור מוגן ובתי הורים
85.3	11,691	6,310	מגורים
16.6	1,637	1,404	חניונים ושטחי שירות

המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

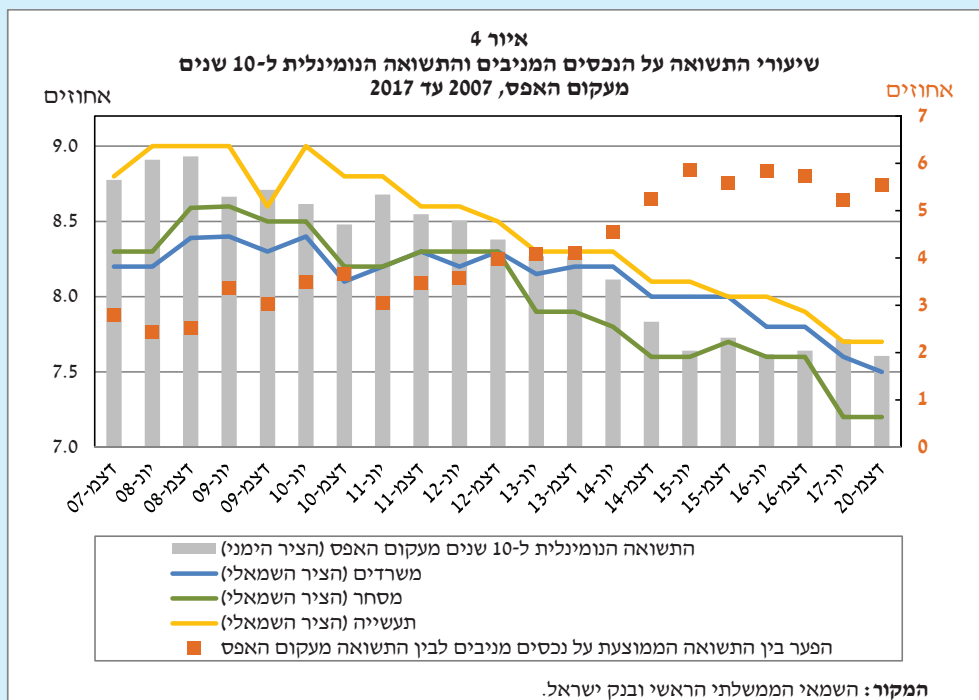
הטכנולוגית שהובילה צרכנים להשתמש במסחר מקוון.

כאשר משווים את העלייה במחירי הנדל"ן שאינו למגורים לעלייה במחירי הנדל"ן למגורים, חרף השוני הרב במאפייני הנכסים, מוצאים כי הראשונה מתונה יותר: נתוני הלמ"ס מראים כי מ-2009 עד 2017 עלה הממוצע השנתי של מדד מחירי הדירות בבעלות הדיירים ב-84%.

3.2. שיעורי התשואה על נכסים מניבים

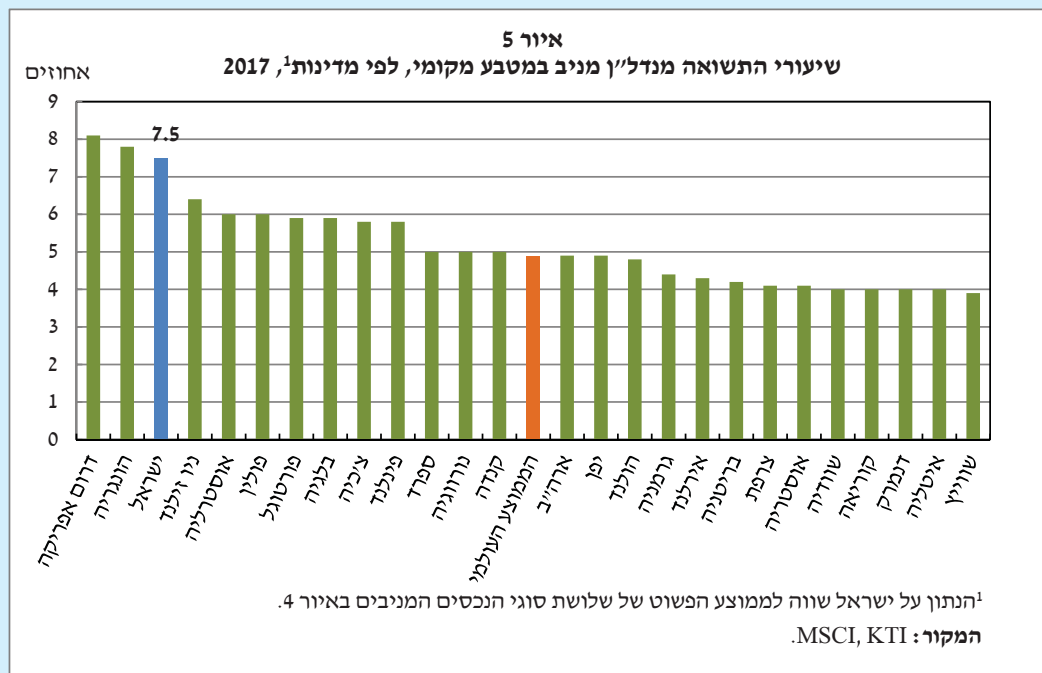
תמונת מראה לעלייה בשווי ההוגן של הנכסים המניבים מצטיירת כאשר בוחנים את שיעורי התשואה עליהם⁴. שיעורים אלה לקוחים מהנתון החצי שנתי שהשמאי הממשלתי הראשי מפרסם אחת לתקופה⁵.

כפי שמראה איור 4, שיעורי התשואה מכל סוגי הנכסים ירדו במרוצת השנים, וסביר להניח כי הירידה נובעת מכך ששוויים ההוגן עלה במקביל לירידת הריבית במשק (אי לכך הירידה שחלה במהלך התקופה בתשואה הנומינלית ל-10 שנים מעקום האפס). לעומת זאת, הפער בין התשואה מנכסים מניבים לבין התשואה הנומינלית ל-10 שנים מעקום



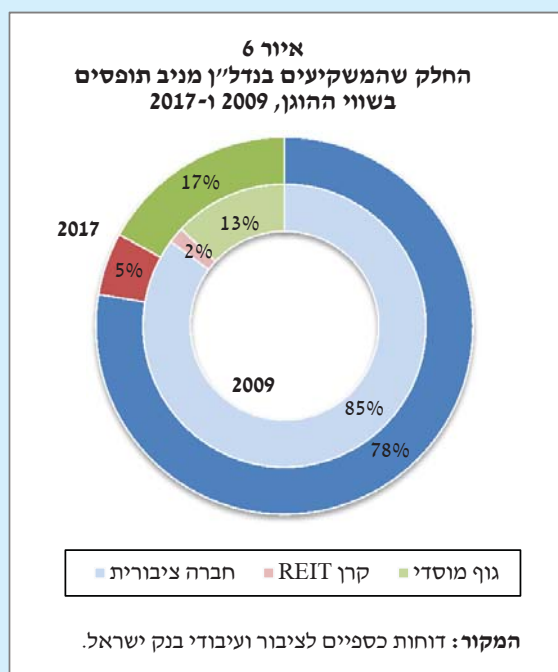
⁴ שיעור התשואה שווה ליחס בין דמי השכירות שנבעו מהנכס (נהוג להשתמש ב-NOI, Net Operating Income) לבין שווי ההוגן.

⁵ הנתונים מבוססים על מדגם של שמאיות נכסים. לשם המחשה, במחצית השנייה של 2017 נאספו נתונים על 850 נכסים מניבים מ-35 ערים ברחבי הארץ.



האפס עלה כמעט פי שניים. עוד מראה האיור כי לאורך התקופה שיעורי התשואה על נכסים לתעשייה גבוהים משיעורי התשואה על נכסים למסחר ומשרדים. ניתן לקשור זאת לכך שנכסים לתעשייה מתאפיינים בסיכון גבוה יותר (למשל מפני שאוכלוסיית השוכרים קטנה יותר, מפני שקשה לשנות את ייעודם ומפני שלמיקומם הגאוגרפי – שולי הערים – יש ביקוש נמוך יותר).

יצוין כי אף ששיעורי התשואה ירדו הם עדיין גבוהים בהשוואה בין-לאומית (איור 5), דבר שעשוי להעיד כי דמי השכירות בארץ גבוהים יחסית.



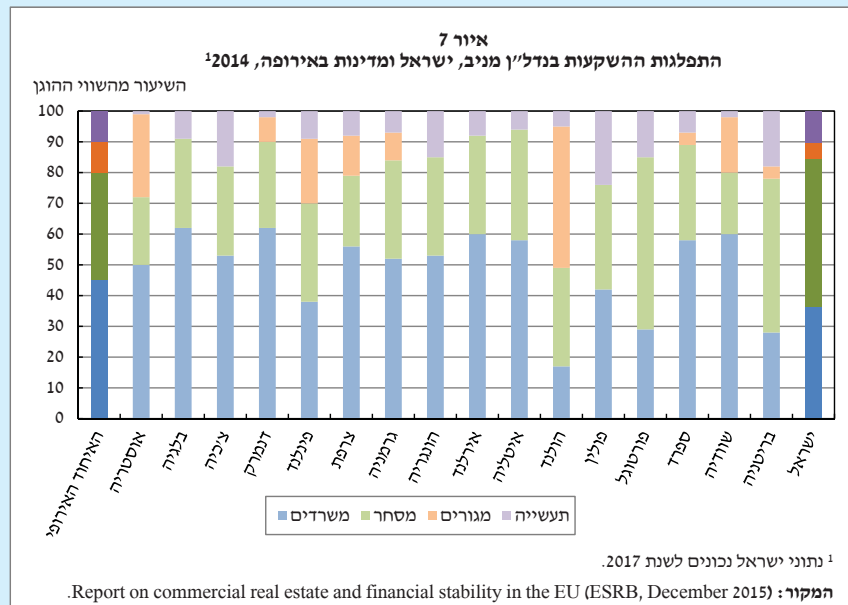
3.3. המשקיעים בנדל"ן מניב

עיקר הניתוח עד כה התמקד בתאגידים המדווחים לבורסה (חברות ציבוריות וקרנות ריט נסחרות). אולם גם הגופים המוסדיים משקיעים באופן ישיר בנדל"ן מניב. בהשוואה לשנת 2009 ניכר כי המוסדיים וקרנות הריט הגדילו את חלקם בענף ואילו החברות הציבוריות הקטינו אותו (איור 6). את התנהגות המוסדיים ניתן לקשור לחיפוש אחר תשואה גבוהה שכן התקופה הנבדקת התאפיינה בריביות נמוכות. מגמת הגידול אצל קרנות הריט קשורה יותר להתפתחות בחקיקה: חוק קרנות הריט נחקק בשנת 2005 והוא מעניק להן הקלות מס. בינואר 2016 עבר חוק לתיקון פקודת מס הכנסה, והוא מציע הקלות מס לקרנות ריט שמשקיעות בנדל"ן למגורים בשכירות. כיום יש בישראל ארבע קרנות ריט, ואחת מהן הוקמה בשנת 2016 לצורך פעילות בנדל"ן מניב למגורים⁶.

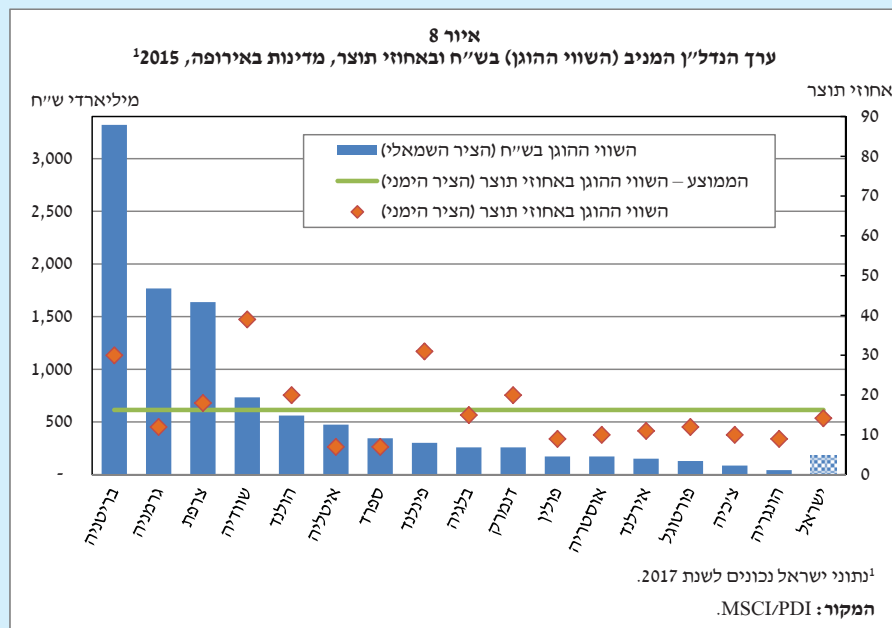
⁶ אולם בדוחות הכספיים של הקרן לא ניתן גילוי מספק לשטחי הנדל"ן המניב שהיא מחזיקה, ולכן לא התחשבנו בנתונייה.

3.4. השוואה למדינות אירופה

ניתחנו את התפלגות ההשקעות במונחי השווי ההוגן לפי סוגי הנכסים המניבים, והשווינו אותה להתפלגות באירופה (נספח ב', [3]). כפי שמראה איור 7, הנדל"ן למסחר תופס בישראל חלק גדול יותר מהממוצע באירופה, המשרדים תופסים חלק קטן מהממוצע, ושטחי התעשייה תופסים חלק דומה לממוצע. לגבי הנדל"ן למגורים ניכר שבדומה לישראל, במדינות רבות אין השקעה בנדל"ן מניב למגורים אלא רק בשיעורים זניחים (אולם ייתכן שהדמיון נובע ממחסור במידע זמין הן בישראל והן באירופה).



כאשר בוחנים את ערך הנדל"ן המניב באחוזי תוצר (איור 8), מוצאים כי הנתון בישראל נמוך מהממוצע באירופה אך דומה לנתון במדינות רבות, ולכן ניתן להעריך כי ישראל אינה חריגה במובן זה. לגבי ישראל נציין כי ב-2017 השווי ההוגן של הנדל"ן המניב היווה כ-14% מהתוצר הנומינלי (במחירים שוטפים), בעוד שב-2009 הוא היווה כ-11% (ראו נספח ב', [4]).

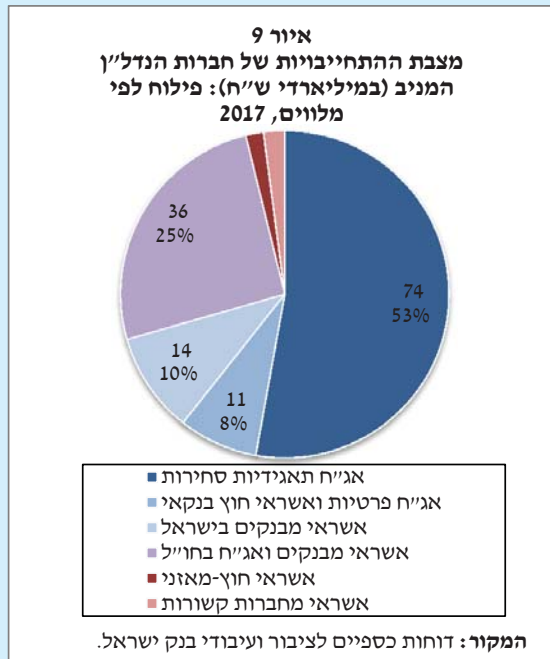


4. ניתוח היציבות הפיננסית של החברות לנדל"ן המניב בישראל

4.1. מצבת ההתחייבויות של החברות הציבוריות לנדל"ן מניב

נכון לסוף 2017 יש לחברות הציבוריות לנדל"ן מניב חוב פיננסי שהיקפו 135 מיליארד ש"ח, ועוד אשראי שהיקפו כ-5 מיליארדי ש"ח מחברות קשורות וממקורות חוץ-מאזניים (איור 9). כ-36 מיליארד ש"ח מהחוב הפיננסי מקורם בחו"ל, והיתר (כ-100 מיליארד ש"ח) מקורו בישראל. יותר ממחצית האשראי מקורה באג"ח שמחזיק הציבור בארץ (74 מיליארד ש"ח), וסכום זה מהווה כ-35% מסך האג"ח התאגידיות בארץ, ללא בנקים וביטוח. החישובים מפורטים בנספח ב', [5].

האשראי מהבנקים בארץ אינו גבוה במיוחד (כ-14 מיליארד ש"ח), וניתן לשער כי החברות הסחירות מעדיפות להשתמש באג"ח סחירות מפני שהן מהוות מקור מימון זול יותר מהלוואה בנקאית, ומפני שהיצע האשראי בבנקים מוגבל בשל מגבלת החבות הענפית. מבחינת המועדים לפירעון ההתחייבויות ניכר כי חברות הנדל"ן המניב גייסו לטווחי זמן ארוכים יותר מאשר יתר החברות הבורסאיות: הן יפרעו רק 36% מהתחייבויותיהן בשלוש השנים הקרובות (2018–2020), בשעה שיתר החברות הבורסאיות יפרעו 47%. ניתן להסיק אפוא כי העלאות הריבית הצפויות בשנים אלו ישפיעו על חברות הנדל"ן המניב פחות מכפי שישפיעו על יתר החברות הבורסאיות.



4.2. אפיון החברות

פילחנו את החברות הציבוריות בענף לחמש קבוצות לפי אופי פעילותן, מאחר שלחלקן יש גם פעילות נדל"ן מניב בחו"ל⁷ ו/או פעילות ייזום או בנייה. לוח 2 מציג נתונים נבחרים עליהן ל-31/12/2017, ביניהם החלק שכל קבוצה תופסת בשווי השוק ובאג"ח התאגידיות. אפיון החברות מלמד על רמת הסיכון הנשקף מכל קבוצה למשק הישראלי ולענף הנדל"ן המניב בארץ. לשם המחשה, ככל שיותר חברות עוסקות בנדל"ן מניב בחו"ל כך גובר הסיכוי שמשברים בענף בחו"ל יתגלגלו לארץ. זאת ועוד, כאשר חברות עוסקות בייזום/בנייה, הפרויקטים מתבצעים לרוב בליווי בנקאי, ולכן הבנק המלווה מפקח על החברה באופן צמוד יותר.

⁷ סיווגנו חברות שפעילות בחו"ל אם היקף פעילותן בחו"ל הוא לפחות 10%.

לוח 2

ריכוז נתונים נבחרים על חברות הנדל"ן המניב בישראל, לפי מאפיין הפעילות, 31 בדצמבר 2017

התאמת נתוני הדוחות הכספיים בגין חברות מאוחדות ³	סה"כ	מניב בארץ	מניב בחו"ל	מניב בארץ + ייזום/בנייה	מניב בארץ + ייזום/בנייה	סה"כ	התאמת נתוני הדוחות הכספיים בגין חברות מאוחדות ³
מספר החברות	24	7	13	7	6	57	
סך שווי השוק (מיליארדי ש"ח)	47.9	1.9	23.6	12.9	9.7	96.0	
חלקן בשווי השוק ¹ (באחוזים)	7.9	0.3	3.9	2.1	1.6	15.9	
סך האג"ח הסחירות בבורסה בישראל (מיליארדי ש"ח)	27.0	2.2	22.7	9.1	13.2	74.2	
חלקן באג"ח התאגידיות הסחירות בארץ ² (באחוזים)	12.8	1.1	10.7	4.3	6.2	35.1	
סך החוב הפיננסי בדוח הכספי (מיליארדי ש"ח)	37.5	9.3	61.0	12.8	29.3	149.9	135.1
סך הנדל"ן להשקעה בדוח הכספי (מיליארדי ש"ח)	75.8	16.9	74.4	24.1	38.2	229.4	202.9
ממוצע המינוף	0.56	0.56	0.63	0.55	0.72	0.61	-26.5

¹ מתוך סך שווי השוק של החברות הציבוריות (ממוצע תקופתי), ללא בנקים וביטוח

² מתוך סך האג"ח התאגידיות בארץ, ללא בנקים וביטוח

³ התאמה זו נערכה כיוון שיש 6 חברות שנתונין מאוחדים על ידי חברות האם, ואלה נכללות גם כן בלוח.

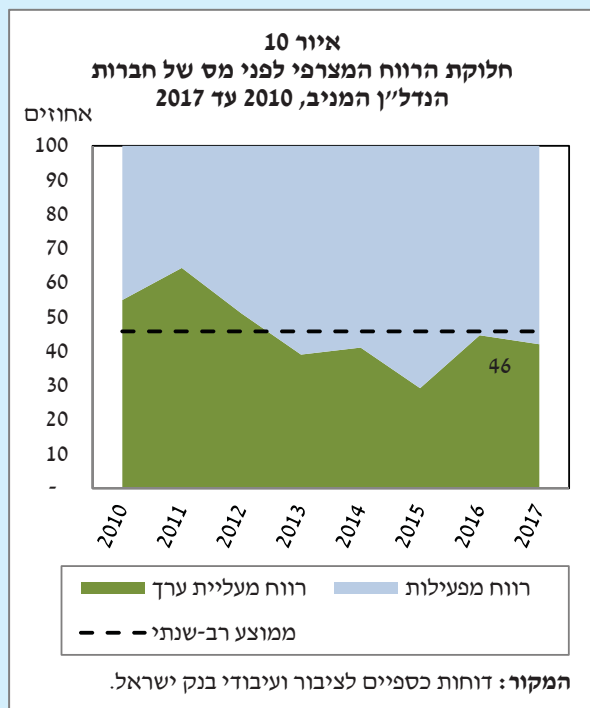
המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

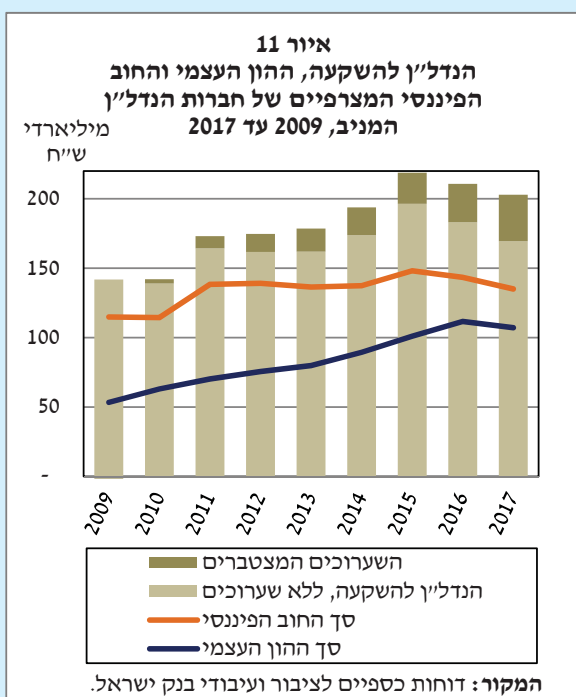
4.3. רווחי שערור

אחת ההתפתחויות הרלוונטיות ביותר לענף הנדל"ן המניב קשורה בכך שחברות ישראליות נסחרות עברו לפני עשור לתקני החשבונאות הבין-לאומיים (IFRS). המעבר לתקינה הבין-לאומית אפשר לחברות הנדל"ן המניב לרשום את הנכסים בספריהן לפי השווי ההוגן. מדי תקופה החברות רושמות בדוחות הכספיים רווחים או הפסדים מהשינויים בשווי הנדל"ן להשקעה. מאיור 10 ניתן ללמוד כי מדובר בחלק משמעותי מאוד של רווחיות החברות – הממוצע בתקופת הניתוח עומד על כ-46% מהרווח לפני מס המצרפי.

צבירה של רווחי שערור לאורך זמן עשויה ליצור סיכון מכמה היבטים: במאמר מ-2017 מראים החוקרים כי חלוקת דיווידנדים מרווחי שערור מגדילה משמעותית – פי שלושה – את הסיכון של פירמה להיקלע לחדלות פירעון⁸; כמו כן, רישום של רווחי שערור בגין עליית השווי של הנכסים מגדיל את החשיפה לירידות מחירים בענף; והעיקר: צבירת הרווחים עלולה לגרום לחברות להגדיל את גיוסי החוב כנגד נכסי הנדל"ן

⁸ גביוס, חן ושיטנברג (2017), "דיווידנדים מרווחים בלתי ממומשים והסיכון לחדלות פירעון".



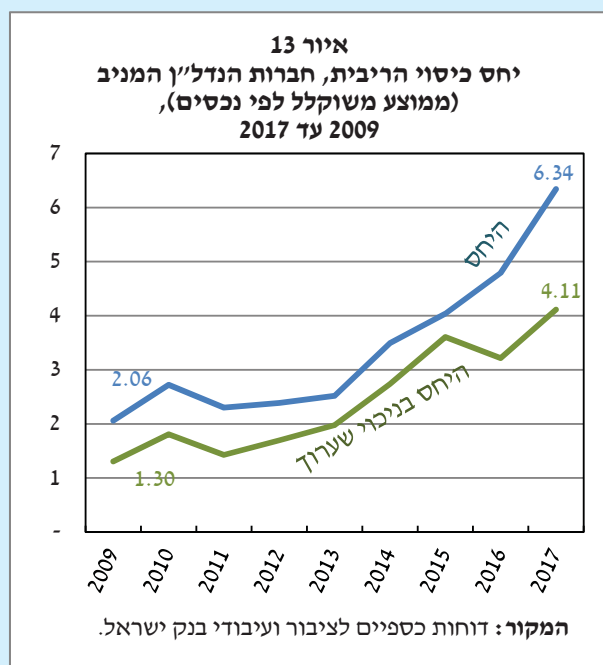


המשוערכים או להציג ירידה במינוף, וכך להסוות פעילות ממונפת מסוכנת יותר. כדי לבחון אם אלה הם פני הדברים הפרדנו את נכסי הנדל"ן להשקעה בספרים לשני מרכיבים: השערוכים המצטברים וערך הנדל"ן להשקעה ללא השערוכים (ראו נספח ב', [6]). מאיור 11 ניתן ללמוד כי ערך החוב הפיננסי לאו דווקא עלה באופן מתואם עם שערוכי הנדל"ן: משנת 2011 הוא נותר ברמה קבועה יחסית (כ-140 מיליארד ש"ח בממוצע), ולא חל בו שינוי משמעותי אף על פי שהשערוכים המצטברים גדלו לאורך זמן. אנו מסיקים מכאן שרישום השערוכים לא הרע את הפרופיל הפיננסי של החברות.

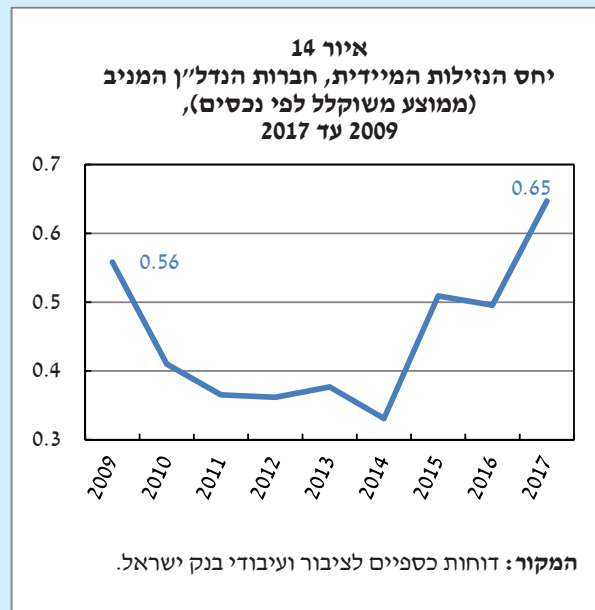
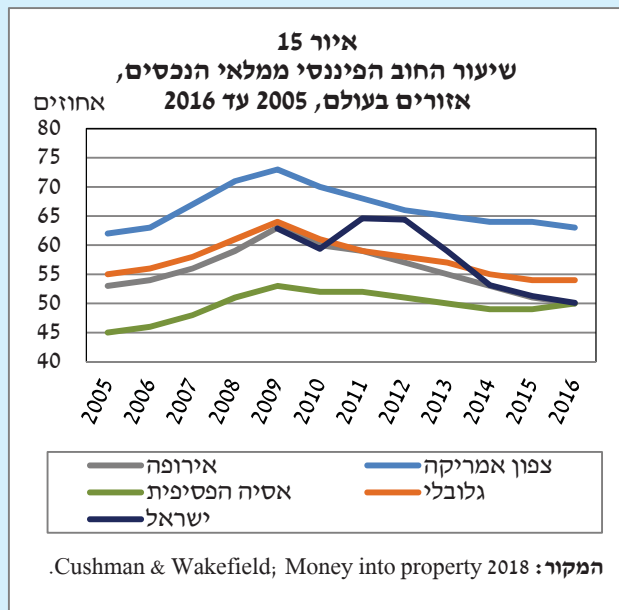
4.4. יחסים פיננסיים

כדי לנתח את היציבות הפיננסית של חברות הנדל"ן המניב בחנו שלושה יחסים פיננסיים: המינוף, כושר הפירעון והנזילות (ראו נספח ב', [7]). במידה שהדבר רלוונטי חישבנו את היחסים גם בניכוי שערוכים. כפי שמראים איורים 12–14, משנת 2009 חל שיפור ביחסים הפיננסיים של החברות בענף, גם בניכוי שערוכים: ממוצע המינוף והנזילות המיידית

מציגים מגמת שיפור, ויחס כיסוי הריבית ב-2017 גבוה פי שלושה מהיחס ב-2009⁹. את השיפור ביחס הכיסוי ניתן לקשור הן לעלייה ברווחיות התפעולית של החברות והן לירידה בהוצאות המימון (החוב הפיננסי לא השתנה באופן משמעותי אף שחברות הנדל"ן המניב ערכו גיוסים ערים בשוק האג"ח, ועובדה זו מלמדת כי הן בעיקר החליפו חוב יקר בחוב זול, על



⁹ מיחס הכיסוי מנוכה השערוך ב-2009 השמטנו תצפית חריגה: חברה אחת רשמה שערוכים שליליים גדולים בגין פעילות בחו"ל בעקבות המשבר הפיננסי. לולא השמטנו את התצפית היה היחס מנוכה השערוכים עומד על 3.81.



רקע הריבית הנמוכה, וכך הקטינו את הוצאות המימון). השיפור בכל היחסים הפיננסיים מובהק סטטיסטית (95%) במבחן א-פרמטרי, למעט יחס המינוף בניכוי שערוכים.

בהקשר של ירידת המינוף חשוב לציין כי מדובר במגמה כלל עולמית. כפי שמראה איור 15, עד לשנות המשבר גדל המינוף באזורים רבים בעולם, והחל משנים אלה הוא הצטמצם. לגבי ישראל אפשר לראות כי משנת 2009 המינוף יורד (אומנם באופן בלתי רציף) ומגיע לערך הנמוך ביותר מבין המינופים באזורים שנבחנו¹⁰.

4.5. מחיקת חברות נסחרות

משנת 2009 אנו עדים לקיטון במספר החברות הנסחרות בבורסה, בפרט חברות נדל"ן מניב. כיום נסחרות 57 חברות כאלה בשעה שבסוף 2009 נסחרו 73: 19 נמחקו, 3 התמזגו לתוך חברות אחרות, ורק 6 נוספו. חישבנו את שלושת היחסים הפיננסיים הנידונים (נכון לסוף 2009) לכל החברות שנסחרו בבורסה ב-2009, וכן לקבוצת החברות שנסחרו בבורסה אז ואינן נסחרות כיום. כפי שמראה לוח 3, הפרופיל הפיננסי של האחרונות טוב פחות מהפרופיל הפיננסי של החברות שנסחרו ב-2009 ונסחרות גם כיום: שלושת היחסים אצלן טובים הרבה פחות. כלומר בשנים שחלפו מ-2009 נמחקו חברות נדל"ן מניב שהפרופיל הפיננסי שלהן טוב פחות מהפרופיל של החברות שנשארו סחירות בבורסה. הדבר משתקף גם בסיבות למחיקה: מתוך 19 החברות שנמחקו 10 נמחקו עקב הסדר חוב (8 פורקו או הפכו לבלתי פעילות ו-2 הפכו לפרטיות).

לוח 3

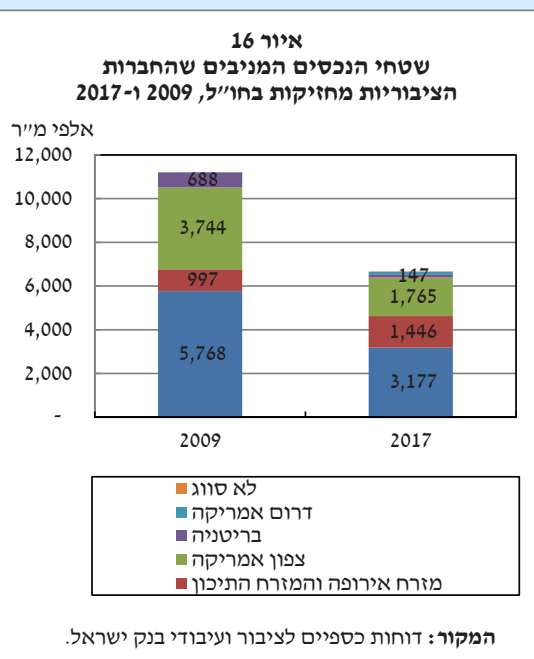
יחסים פיננסיים נבחרים (ממוצע משוקלל לפי נכסים), 31 בדצמבר 2009			
יחס הנזילות	יחס כיסוי הריבית	המינוף	
0.56	2.06	0.72	חברות שנסחרו ב-2009 וב-2017
0.50	1.85	0.75	כל החברות שנסחרו ב-2009
0.24	1.06	0.85	חברות שנסחרו ב-2009 אך לא ב-2017

המקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי בנק ישראל.

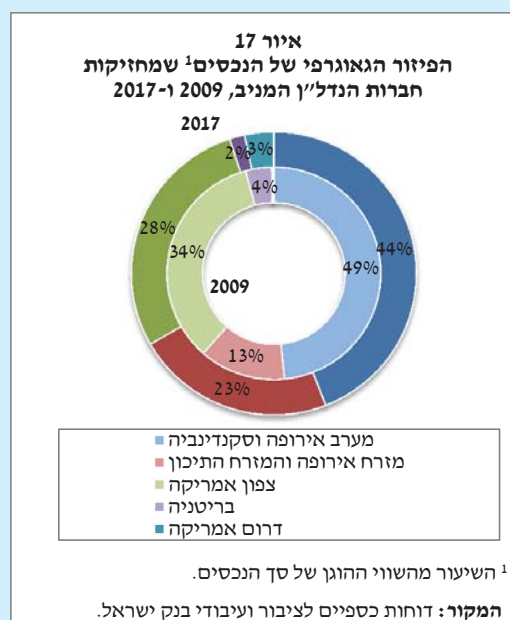
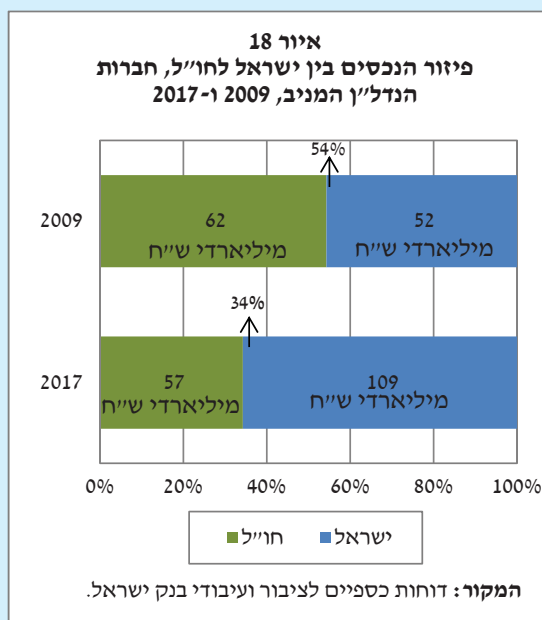
¹⁰ כדי לקבל השוואה תקפה חישבנו את שיעור החוב ממלאי הנכסים של קבוצת חברות הנדל"ן המניב בארץ בלבד.

4.6. החשיפה לנכסים מניבים בחו"ל

השוואה בין 2009 ו-2017 מעלה כי ההשקעה בנכסים מניבים בחו"ל ירדה משמעותית. הירידה נובעת מירידה בהחזקת נדל"ן במדינות מפותחות, שכן באזורים מפותחים פחות חלה דווקא עלייה (איור 16). כלל החברות הפועלות בנדל"ן מניב (החברות שנתחו בסעיף 3) החזיקו בסוף 2017 6,664 אלפי מ"ר בחו"ל, בשעה שבסוף 2009 הן החזיקו 11,216 אלפי מ"ר (כלומר השטח ירד ב-41% כמעט). במונחי השווי ההוגן¹¹ הסתכמה ההשקעה ב-2017 בכ-60.4 מיליארד ש"ח ואילו בסוף 2009 היא הסתכמה בכ-79.7 מיליארדים (השווי ירד בכ-24%). מכאן שהקטון בהיקפי ההשקעה בחו"ל הצטמצם הודות לעלייה בשווי ההוגן. החשיפה לחו"ל בקרב החברות שנסחרו הן ב-2009 והן ב-2017¹² – בסוף 2017 החזיקו חברות אלה 6,285 אלפי מ"ר, בשעה שבסוף 2009 הן החזיקו 9,035 אלפי מ"ר. הירידה המשמעותית ביותר התרחשה בהחזקה במדינות צפון אמריקה – כ-49% במדינות מערב אירופה וסקנדינביה גם כן התרחשה ירידה אם כי בשיעור נמוך יותר, כ-32%. עלייה נרשמה במדינות מזרח



אירופה והמזרח התיכון. כלומר ניכר כי במקביל לירידה בהשקעה בחו"ל גדל הפיזור הגאוגרפי (איור 17). כפי שמראה איור 18, במונחי השווי ההוגן לא חל שינוי משמעותי בחשיפה לחו"ל: 57 מיליארד ש"ח בסוף 2017 לעומת 62 מיליארד בסוף 2009 (ירידה של כ-9%). אולם בתמהיל חל שינוי ניכר: ב-2009 הקצו החברות 54% מהשווי ההוגן לנכסים מניבים בחו"ל (ו-46% לנכסים מניבים בארץ), בשעה שב-2017 הן הקצו לחו"ל רק 34% מהשווי (ו-66% לישראל).



¹¹ יצוין כי ב-2017 נתוני השווי ההוגן כוללים את הנדל"ן שהמוסדיים מחזיקים בחו"ל ישירות, אך היקפיו אינם גדולים כיוון שלרוב המוסדיים משקיעים בנדל"ן בחו"ל באמצעות חברות מוחזקות בלתי סחירות.

¹² אנו מתמקדים בהן כי יש חברות שנמחקו במהלך התקופה, ונוסף לכך יש חברות שלא נותחו בחלק זה מאחר שעיקר פעילותן אינו נדל"ן מניב.

5. סיכום

ענף הנדל"ן המניב בארץ עבר תמורות רבות ב-2009–2017, והן נובעות מגורמים אחדים: ההתפתחות הטכנולוגית שהובילה למסחר מקוון, סביבת הריבית הנמוכה, שינויים בתקינה החשבונאית, משברים כלכליים ופיננסיים בעולם, התפתחות בחקיקה, ועוד.

ניתוחינו העלו, ראשית, כי במרוצת השנים נרשמה עלייה ניכרת במחירי הנכסים מכל הסוגים (למשרדים, לתעשייה ולמסחר), אך שיעורה מתון משיעור העלייה במחירי הנדל"ן למגורים.

שנית, שטחי הנכסים המניבים (במונחי מ"ר) גדלו, בעיקר הנכסים למשרדים ולמסחר. שטחי המשרדים והפארקים הטכנולוגיים גדלו באופן נרחב יותר משטחי המסחר, על רקע הביקוש הגובר מצד חברות היי טק ונותני שירותים. שטחי התעשייה גדלו אף הם, אך בשיעור קטן יותר. כאשר בוחנים את הנכסים בהקמה שהחברות הציבוריות מחזיקות, מוצאים כי ההיצע של נכסים מניבים לשטחי לוגיסטיקה (מסווגים תחת "תעשייה") לא יתרחב באופן משמעותי בשנים הקרובות. עובדה זו עשויה ליצור פערים בין ההיצע לביקוש שכן ענף הנדל"ן מתאפיין בהיצע קשיח ואילו הביקוש לשטחי אחסנה ולוגיסטיקה עשוי לגדול מכיוון שצרכנים עוברים למסחר מקוון וקמעונאיות רשת נכנסות לישראל.

במקביל הביקוש לשטחי מסחר עשוי לרדת עקב המסחר המקוון (Amazon Effect), תהליך שמתרחש בכמה אזורים בעולם¹³ ולאחרונה גם בישראל, ועקב קריסתן של כמה רשתות אופנה¹⁴. ההשלכות על חברות הנדל"ן המניב עשויות לבוא לידי ביטוי בירידה בשיעורי התפוסה ובדמי השכירות (יצוין כי חוזי ההתקשרות קשיחים לרוב, ולכן ההשפעה על חברות הנדל"ן המניב אינה ניכרת בשלב זה). התפתחות כזו עלולה להוביל לירידה במחירי הנדל"ן המניב למסחר ולפגיעה בתזרימי המזומנים, וזו מצידה תשפיע על חברות רבות בשל חשיפתן הגדולה לענף המסחר (במונחי שווי הוגן, גם בהשוואה לאירופה). אולם לחברות יש אפשרות להסב שטחי מסחר ללוגיסטיקה וכך להקטין את היקף ההשפעה.

שלישית, חברות הנדל"ן המניב בארץ שיפרו את הפרופיל הפיננסי: היחסים הפיננסיים מצביעים על מגמת שיפור, הרווחיות התפעולית של חברות הנדל"ן המניב גדלה ברמה המצרפית, ופעילות החברות כיום ממונפת פחות מאשר בעבר ומבוססת יותר על ההון העצמי. זאת ועוד, לאורך השנים פעלו החברות למחזורי חוב, על רקע סביבת הריבית הנמוכה, וכך הפחיתו את הוצאות המימון שלהן. במקביל לשיפור במאפיינים הפיננסיים חלה ירידה משמעותית למדי בחשיפה של חברות הנדל"ן המניב לחו"ל, והפיזור הגאוגרפי גדל. אולם מאחר שהחברות הקטינו את החשיפה לחו"ל והגדילו את החשיפה לארץ, הדבר עלול ליצור בעיה מסוימת במקרה שיפרוץ בענף משבר שמקורו בישראל.

יש להדגיש כי קריסה של ענף הנדל"ן המניב נטלה חלק משמעותי במשברים פיננסיים באזורים נרחבים בעולם, אך בישראל לא נמצאה עדות לתופעה דומה. ייתכן כי ההסבר לכך נעוץ בביקושים גוברים לשטחי נדל"ן מניב, בעיקר למסחר ולמשרדים, שיעורי תפוסה גבוהים, צמיחה כלכלית וריבוי טבעי גבוה.

אולם ייתכן כי השיפור באיתנות הפיננסית והגאות במחירי הנכסים משקפת את הפרו-מחזוריות של ענף הנדל"ן המניב. שינויים כלל-משקיים – ביניהם ירידה בשיעורי התפוסה, ירידה בדמי השכירות, או לחלופין עלייה בשיעורי ההיוון – עשויים להוביל לירידות חדות במחירי הנכסים ולירידה בפדיונות, וגורמים אלה יובילו לפגיעה ביחסי המינוף, כושר החזר והנזילות. זאת ועוד, המגמות החיוביות שתרמו לצמיחת הנדל"ן המניב ולחיזוק איתנותו הפיננסית, על רקע התנאים הפיננסיים המקלים, עלולות להתהפך ולהובילו למשבר. לכן יש לנטר את הענף לפחות במידה שמנטרים את הנדל"ן למגורים. הנתונים החלקיים על הענף, זמינותם הנמוכה והמחסור במידע (כגון מחירי הנכסים, דמי השכירות למ"ר, שיעורי התפוסה, ועוד) מעידים שכמעט לא ניתן לנטר את הענף בארץ.

¹³ ראו MSCI (Feb, 2018), Retail Apocalypse: Should Mall Owners Be Worried?

¹⁴ הרחבה מופיעה בדוח היציבות הפיננסית מיוני 2018, תחת הכותרת "חוסנו של המגזר העסקי".

Olszewski מתאר, על יסוד משברים קודמים, פעולות שיכולות לסייע לבנקים מרכזיים לגבש מדיניות מקרו-יציבותית כדי להתמודד עם הגאות והשפל בענף הנדל"ן המניב. פעולות אלה כוללות בין השאר מעקב אחר מחירי הנכסים המניבים, גיבוש שיטה הולמת לשערוך נכסים, ויצירת מסד נתונים עשיר דיו כדי לנתח את הקשר בין מחזורי העסקים למחזורי המחירים. Allen F. and K. Rogoff מציעים גם הם שורת צעדים, חלקם נוגעים להיבטי מיסוי שונים. Benford and Burrows מתארים צעדים שהוועדה ליציבות פיננסית בבריטניה נקטה בקשר לבנקים וחברות השקעה, כמו התאמה של דרישות ההון לסוגי חשיפה ספציפיים, כולל נכסים מניבים.

בישראל יש לבנקים מגבלת חבות ענפית ולכן חשיפתם לענף הנדל"ן המניב מוגבלת במידה מסוימת. עם זאת, יש צורך במעקב צמוד יותר אחר הענף ומחירי הנכסים ובניתוח שלהם, כדי לסייע לבנק המרכזי ולקובעי המדיניות לזהות בו מצבי גאות ושפל. ניתוח כזה יאפשר להציע במידת הצורך עוד צעדים מקרו-יציבותיים שנועדו להתמודד עם מצבים כאלו.

6. ביבליוגרפיה

Allen F. and K. Rogoff (2011). Asset prices, financial stability and monetary policy. Chapter 3.1 in The Riksbank's inquiry into the risks in the Swedish housing market. Bank of Sweden.

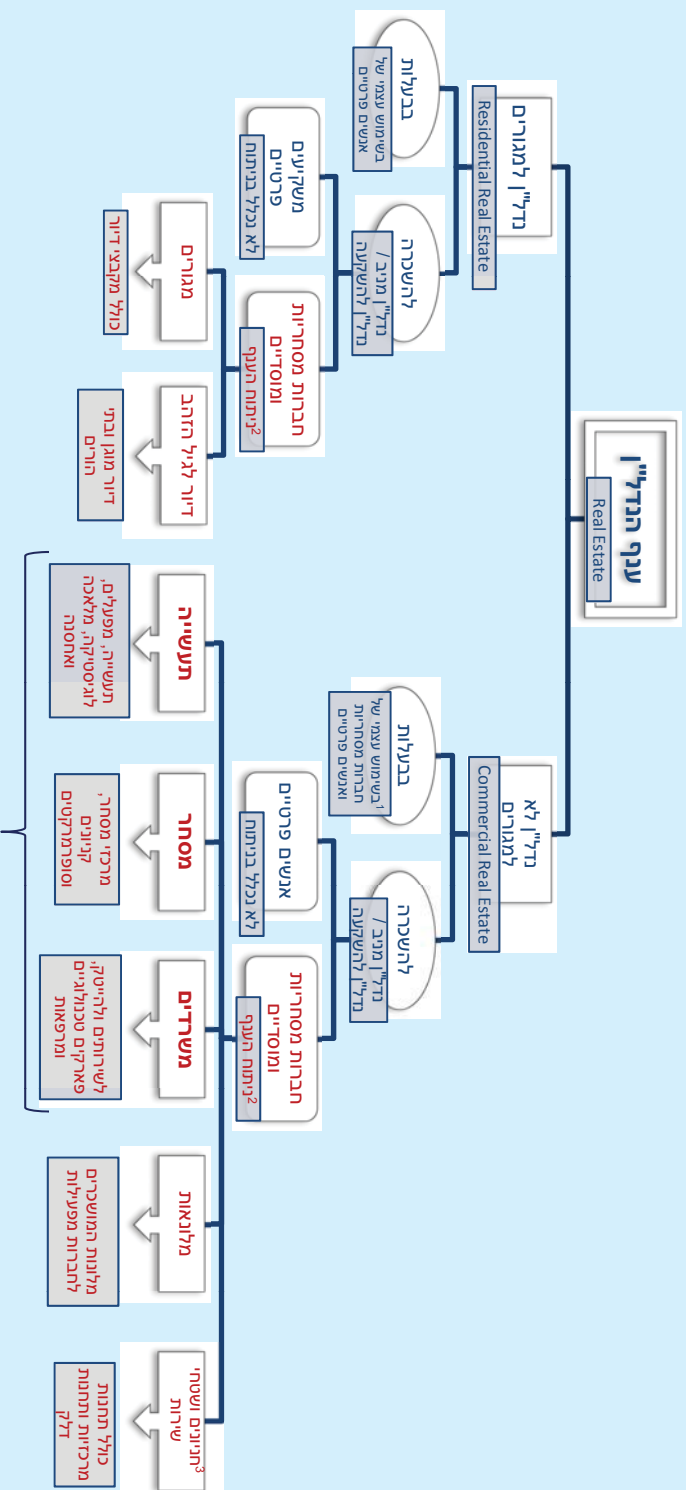
Benford J. and O. Burrows (2013). Commercial property and financial stability. Bank of England Quarterly Bulletin 2013 Q1.

Ellis, L. and Naughtin, C. (2010), "Commercial Property and Financial Stability – An International Perspective", Reserve Bank of Australia Bulletin, June Quarter 2010.

ESRB) December, (2015 Report on commercial real estate and financial stability in the EU.

Olszewski, K" (2013). The Commercial Real Estate Market, Central Bank Monitoring and Macroprudential Policy, "Review of Economic Analysis, Vol. 5(2), Rimini Centre for Economic Analysis.

נספח א': תרשימים של ענף הנדל"ן



¹ חברות מסחריות – בעיקר מפעלים או משדדים בבעלות. אנשים פרטיים – בעיקר חנויות בודדות ומרכולים.

² צנן לסוף שנת 2017 נתח השוק של החברות הציבוריות והמוסדיים מוערך ב-65% ו-12%, בהתאמה.

³ יכול להיכלל גם תחת "מסחר".

נספח ב' – מקור הנתונים והמתודולוגיה

מקור הנתונים

לצורך ניתוח הענף השתמשנו בעיקר בגילוי שניתן בתיאור עסקי התאגיד של כל התאגידים המדווחים לבורסה (כולל קרנות ריט) שיש להם פעילות בנדל"ן מניב בישראל (לחלקם יש גם פעילויות נוספות, כמו ייזום ובנייה, מלונאות ועוד), והם שייכים לענף הבינוי והנדל"ן בסיווג הבורסה ו/ או למגזר הנדל"ן בסיווג הלמ"ס מ-2011. כדי למנוע כפילויות נתונים השתמשנו בגילוי שניתן לגבי "חלק התאגיד" ולא לגבי "המאוחד", ובמידת הצורך ניכינו נתונים של חברות בנות מהנתונים של חברות האם, בהתאם לשיעורי ההחזקה בחברה הבת.

לסעיף 3 של התיבה אספנו נתונים לגבי החברות הציבוריות בשתי נקודות זמן: 2017 (69 חברות) ו-2009 (83 חברות). יצוין כי הירידה במספר החברות נובעת בעיקר ממחיקת חברות מהבורסה, מיזוגי חברות ושינויים בפעילותן (נידון בסעיף 2). בשל הירידה השוויון בין 2009 ו-2017 רק בהתייחס לחברות שהתקיימו בשתי השנים. בניתוחי חתך ובהשוואות בין-לאומיות השתמשנו בנתונים של כל החברות שמהן נאספו הנתונים.

הגופים המוסדיים גם כן משקיעים בנדל"ן מניב, ולכן הם שימשו מקור מידע נוסף. אולם הם מספקים בנושא גילוי ברמה נמוכה מאוד. דיווחי החזקות המוסדיים אפשרו לנו לאסוף רק את נתוני השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה, ועל סמך הביאור הרלוונטי בדוחות הכספיים יכולנו לפלח את הנתונים¹⁵: ב-2017 נערכה לרוב הפרדה בין סוגי הנדל"ן (למסחר או למשרדים) ובין ההשקעה בארץ ובחול, אך ב-2009 בדרך כלל לא ניתן כל גילוי, ולכן ייחסנו את כל הנדל"ן להשקעה לנדל"ן מניב בישראל¹⁶.

מאחר שאין מידע מפורט על משקיעים פרטיים בנדל"ן למגורים, לא כללנו אותם בהגדרה של נדל"ן מניב. מאידך גיסא הבאנו בחשבון ישויות עסקיות שרוכשות נכסים לצורך השכרה למגורים.

כדי להשוות בין 2009 ו-2017 אספנו וריכזנו את הנתונים לפי הקטגוריות: משרדים – כולל היי טק, פארקים טכנולוגיים ומרפאות; תעשייה – מורכב משטחי תעשייה, לוגיסטיקה, מלאכה ואחסנה; מסחר – שטחי מסחר, מרכזי מסחר, קניונים וסופרמרקטים; דיור מוגן ובתי הורים; מגורים – כולל מקבצי דיור; חניונים ושטחי שירות – כולל תחנות מרכזיות ותחנות דלק. אחר – כולל בעיקר שטחי מלונאות (בארץ וזניח), חוות שרתים, בתי חולים סיעודיים, שטחים חקלאיים ומגרשים.

אשר לסעיף 4 של התיבה, ניתוח היציבות הפיננסית (ב-2017) התבסס על 57 חברות ציבוריות (כולל קרנות ריט) שעיקר פעילותן הוא נדל"ן מניב (ללא חברות זרות או דואליות). השמטנו 12 מהחברות שנידונו בסעיף 3 מפני שעיקר פעילותן (מעל 50%) אינו נדל"ן מניב. 12 חברות אלה חשובות לדיון הריאלי המתקיים בסעיף 3, כלומר לקבלת תמונה מהימנה על שטחי הנדל"ן המניב בארץ, אך הן אינן רלוונטיות במיוחד ליציבות הפיננסית של הענף.

מתודולוגיה

[1] הערכת נתח השוק – כדי להעריך את החלק שהחברות הציבוריות תופסות בענף הנדל"ן המניב השתמשנו בנתוני האשראי: החוב הפיננסי שהחברות המנותחות בסעיף 4 גייסו בישראל עומד על כ-100 מיליארד ש"ח, וסך האשראי לענף הנדל"ן המניב עומד על כ-140 מיליארד ש"ח. כלומר יש להן כ-71% מהאשראי לענף. את נתח השוק של 12 החברות שאינן מנותחות בסעיף 4 הערכנו באמצעות שטח הנכסים המניבים (במ"ר), והוא מגיע לכ-3%. כל החברות הציבוריות

¹⁵ במקרים מסוימים הנחנו שנתוני הנדל"ן המניב בבעלות קרנות הפנסיה וקופות הגמל (נתונים שנאספו מדיווחי המוסדיים) מתפלגים בין סוגי הנדל"ן השונים בדומה לאופן שבו מתפלגים נתוני הנדל"ן המניב בבעלות הנוסטר/ החוזים תלויי התשואה; התפלגות זו מופיעה בביאורי הדוחות הכספיים של החברה ברמת התאגיד השולט.

¹⁶ מאחר שהמוסדיים בדרך כלל מחזיקים בנדל"ן מניב בחו"ל באמצעות חברות כלולות ומציגים אותו בדוחות הכספיים כהשקעה בחברות מוחזקות בלתי סחירות.

יחד מחזיקות אפוא 74% מהשוק. שווי הנכסים המניבים שבבעלותן מגיע ל-117 מיליארד ש"ח, ולכן ניתן להעריך כי סך שווי הנכסים המניבים של הישויות העסקיות (חברות ציבוריות ופרטיות) עומד על 158 מיליארד ש"ח (117/74%) (בהנחה שבחברות שאינן נסחרות שיעורי המינוף זהים). השווי אצל המוסדיים מגיע לכ-22 מיליארד ש"ח. כלומר אנו מעריכים כי סך השווי של הנכסים המניבים בישראל עומד על כ-180 מיליארד ש"ח. מכאן ניתן לגזור את נתח השוק של החברות הציבוריות (117/180=65%) והגופים המוסדיים (22/180=12%).

[2] חילקנו את סך השווי ההוגן של הנכסים המניבים (בש"ח) בסך שטחי הנכסים המניבים (במ"ר) בכל קטגוריה (מסחר, משרדים וכו'). ערכנו את החישוב על יסוד נתוני החברות הציבוריות בלבד כי אין מידע על שטח הנדל"ן שמחזיקים המוסדיים.

[3] צירפנו את השווי ההוגן של החניונים ושטחי השירות לשווי ההוגן של שטחי מסחר, ואת השווי ההוגן של שטחי הדיור המוגן ובתי ההורים צירפנו לשווי ההוגן של שטחי המגורים. כך נוצרו ארבעה סוגי שטחים: משרדים, מסחר, מגורים ותעשייה.

[4] השתמשנו באומדן לשווי ההוגן מסעיף [1] (כ-180 מיליארד ש"ח) כדי לחשב את שיעורו מהתוצר הנומינלי לשנת 2017. כדי למצוא את השיעור לשנת 2009 ערכנו חישוב דומה, אולם הבאנו בחשבון שהחברות הציבוריות לנדל"ן מניב החזיקו נתח שוק גדול יותר (כ-86% מסך הישויות העסקיות – ה-74% מהאומדן ל-2017 בתוספת כ-12% מהחברות שנמחקו).

[5] לפי מצבת ההתחייבויות של החברות המנותחות, ברמת הסולו הן נוטלות חוב פיננסי שהיקפו כ-87 מיליארד ש"ח (לנתוני הסולו רמת פירט גבוהה, וניתן להפריד בין המלווים השונים). נוסף לכך הן נוטלות כ-48 מיליארד ש"ח דרך חברות מאוחדות¹⁷, אך במקרה זה לא ניתן מידע מפורט לגבי סוגי המלווים. לכן הערכנו את פילוח האשראי של החברות המאוחדות בהתבסס על נתוני החברות הגדולות בענף: כ-35 מיליארד ניטלו מנותני אשראי בחו"ל, וכ-13 מיליארד ניטלו מבנקים וגופים מוסדיים בארץ (כ-6.5 מיליארדי ש"ח מכל אחד). באופן זה פילחנו את מצבת ההתחייבויות ברמת המאוחד.

יש לציין כי האשראי לפעילות בנדל"ן מחמשת הבנקים הגדולים עומד על 59 מיליארד ש"ח, ועיקרו ניתן לנכסים מניבים. 14 מיליארדים ניתנים לחברות המנותחות ברמת המאוחד (כלומר 6.5 מיליארדים של החברות המאוחדות ועוד כ-7.5 מיליארדים של החברות בסולו), ובהנחה הסבירה שעוד כ-5 מיליארדים לא ניתנו כאשראי לנכסים מניבים, אפשר להניח כי הבנקים נתנו 40 מיליארד ש"ח לחברות עם פעילות בנדל"ן מניב שאינן מנותחות בתיבה.

[6] השערוכים המצטברים הם רווחי השערות שנרשמו לכל תקופות הדיווח הקודמות ועד לתקופת הדיווח הספציפית (חישבנו את השערוכים לכל שנה). סך הנדל"ן להשקעה, ללא שערוכים, שווה לפער בין ערך הנדל"ן להשקעה בספרים לבין השערוכים המצטברים. צבירת רווחי השערות מתבססת על ההנחה שרווחים שנרשמו בתקופה מסוימת לא מומשו במהלך התקופות הבאות (כלומר שהנכסים המניבים לא נמכרו במהלך התקופה). הסתייגות זו רלוונטית בעיקר אם הנכסים נמכרו לחברות שאינן מנותחות בפרק 2.

[7] המינוף שווה ליחס בין סך ההתחייבויות לסך הנכסים. המינוף בניכוי השערוכים מחושב בדרך דומה, אך ניכינו מהנכסים את כל רווחי השערות הציבוריים בכל תקופה. ההסתייגות לגבי מימוש הנכסים רלוונטית גם כאן. כמו כן הנחנו כי מס החברות עומד על 25% (נדרש כיוון שכנגד רישום הרווחים מעליית ערך הנדל"ן נרשמה התחייבות למיסים נדחים). יחס כיסוי הריבית שווה ליחס בין הרווח התפעולי להוצאות המימון. יחס כיסוי הריבית בניכוי השערות מחושב באותו אופן אך ניכינו את הרווח מעליית ערך מהרווח התפעולי. הנזילות המיידית שווה ליחס בין המזומנים וההשקעות לזמן קצר לבין ההתחייבויות השוטפות.

¹⁷ החברות אינן נסחרות בישראל (אחרת היו נתונין מופיעים ברמת הסולו), אך ייתכן שהן נסחרות בחו"ל.